

优秀的管理是公司扩张的后援

研究结论

- **包装订单多元化、细碎化，对供应商交期要求越来越高，因此管理经验是重要壁垒。**包装下游行业分散，伴随着零库存理念的兴起，客户的订单细碎化，对供应商交货期要求更为严格，且行业内竞争激烈，处理不慎容易失去市场份额，因此必须着手应对各类客户需求和特殊事件，我们认为对从业者的管理能力是一个挑战。公司采取异地布点的方式实现全国扩张，其中最重要的支持是公司自身的管理系统，这为公司的规模增长提供了良好的后台。此外，公司管理层已经从业了 20 多年，管理经验的积累使得公司在扩张中游刃有余。
- **投入产出比高，公司轻资产扩张效应明显。**公司隶属轻资产扩张的包装企业，投入产出比维持在 2 以上的水平，资产周转率高，尽管毛利率一般维持在 20% 左右水平，但 ROE 依然能够达到 15% 以上，此外，从 2005 年开始公司应收账款占比和三费占比一直维持在较为稳定的水平上，这也验证了前文我们提到的公司管理层卓越的能力，当前公司在建产能集中在合肥、天津和海宁基地，完全达产后将提升公司产能为 9.4 亿平米，规模翻一番，届时公司将启动集团化采购等一系列的措施压低成本。
- **未来 3 年增长势头迅猛，今年增长点来自 4 个新厂区的达产。**公司 2010 年开始，青岛、佛山、郑州和湖北扩建二期项目均开始逐季达产，按照公司历年经验，投产后第二季度开始盈亏平衡，我们预计以上 4 个项目将于今年 2 季度开始逐季贡献业绩。2011 年厦门扩建项目、合肥项目将达产并盈利，2012 年增发项目将产生盈利，我们认为公司未来三年增长势头不减。
- **维持增持评级，重申建议积极参与增发。**我们预测公司 2010~2012 年 EPS 增发摊薄后为 0.40 元，0.59 元和 0.82 元，按照当前股价对应市盈率为 40X，27X 和 20X。综上所述，我们认为公司增长模式可复制，经营壁垒来自于生产模式具有可复制的效应，产品具备竞争力的价格和卓越的管理能力，我们按照公司未来 43% 的盈利复合增长率，给予 43PE 估值，维持目标股价为 17.31 元，维持增持评级，建议投资者积极关注公司增发项目。
- **风险：**公司未来三年不断有新项目达产，扩张过程中费用增加可能导致单季盈利不达预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

轻工造纸行业高级分析师

8621-63325888 × 6079

zhengkai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209070189

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2010年6月8日) 15.90

目标价格 17.31 元

总股本/A股(万股) 19000 / 19000

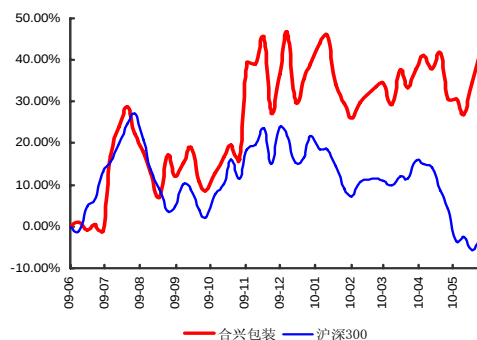
A股市值(亿元) 30

国家/地区 中国

行业 轻工

报告日期 2010年6月8日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	8.9%	6.3%	40.3%
相对表现 (%)	16.0%	19.5%	37.0%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	885.93	1405.98	1826.12	2417.90
同比 (%)	38.96%	58.70%	29.88%	32.41%
归属母公司净利润	67.19	87.80	128.64	180.19
同比 (%)	31.60%	30.67%	46.53%	40.07%
毛利率 (%)	20.17%	19.97%	20.21%	20.19%
ROE (%)	15.43%	10.14%	12.94%	15.70%
EPS (元)	0.35	0.40	0.59	0.82
PE (倍)	45.27	40.02	27.31	19.50

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《异地扩张可复制，资金面决定成长速度》 2010.5.29

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析
财务和估值数据摘要

单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	463.78	637.52	885.93	1405.98	1826.12	2417.90
增长率(%)	82.55%	37.46%	38.96%	58.70%	29.88%	32.41%
归属母公司股东净利润	35.09	51.06	67.19	87.80	128.64	180.19
增长率(%)	72.91%	45.50%	31.60%	30.67%	46.53%	40.07%
每股收益(EPS)	0.18	0.27	0.35	0.40	0.59	0.82
每股股利(DPS)	0.00	0.00	0.13	0.00	0.00	0.14
每股经营现金流	0.12	0.09	-0.12	0.12	0.63	0.56
销售毛利率	19.16%	18.82%	20.17%	19.97%	20.21%	20.19%
销售净利率	8.46%	9.00%	7.57%	6.94%	7.83%	8.28%
净资产收益率(ROE)	30.02%	12.99%	15.43%	10.14%	12.94%	15.70%
市盈率(P/E)	86.68	59.58	45.27	40.02	27.31	19.50
市净率(P/B)	26.02	7.74	6.99	3.51	3.06	2.65
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.008	0.000	0.000	0.009

报表预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	463.78	637.52	885.93	1405.98	1826.12	2417.90
减: 营业成本	374.90	517.53	707.22	1125.20	1457.02	1929.66
营业税金及附加	0.28	0.57	0.81	1.29	1.68	2.22
营业费用	16.78	26.01	45.67	70.30	82.18	96.72
管理费用	22.25	28.79	49.15	70.30	87.65	108.81
财务费用	7.55	6.55	9.38	16.95	14.35	13.56
资产减值损失	0.86	-0.03	5.73	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.12	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	41.16	58.09	68.08	121.94	183.25	266.94
加: 其他非经营损益	0.04	3.12	4.20	0.00	0.00	0.00
利润总额	41.21	61.21	72.28	121.94	183.25	266.94
减: 所得税	1.96	3.84	5.19	24.39	40.32	66.74
净利润	39.24	57.37	67.09	97.55	142.94	200.21
减: 少数股东损益	4.15	6.32	-0.10	9.76	14.29	20.02
归属母公司股东净利润	35.09	51.06	67.19	87.80	128.64	180.19
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	56.22	187.08	244.52	140.60	182.61	241.79
应收和预付款项	129.35	219.46	291.12	399.01	538.94	708.72
存货	55.84	91.39	183.14	352.67	341.15	577.74

其他流动资产	0.00	0.00	8.01	8.01	8.01	8.01
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	136.36	153.02	332.80	342.61	392.61	50.00
无形资产和开发支出	9.69	36.72	76.58	68.64	60.70	52.77
其他非流动资产	0.13	0.47	1.06	0.53	0.00	0.00
资产总计	387.60	688.12	1137.24	1312.07	1524.03	1639.02
短期借款	47.22	119.80	426.40	147.27	323.92	366.63
应付和预收款项	125.71	154.41	241.65	378.14	420.40	632.74
长期借款	45.65	0.00	20.00	190.00	0.00	0.00
其他负债	26.60	18.30	1.40	1.40	1.40	1.40
负债合计	245.18	292.51	689.45	716.81	745.72	1000.77
股本	75.00	100.00	190.00	219.43	219.43	219.43
资本公积	7.91	207.13	117.13	430.31	430.31	430.31
留存收益	33.99	86.00	128.19	215.99	344.63	497.79
归属母公司股东权益	116.91	393.14	435.33	865.73	994.37	1147.53
少数股东权益	25.51	2.48	12.46	22.22	36.51	56.53
股东权益合计	142.42	395.61	447.79	887.95	1030.88	1204.06
负债和股东权益合计	387.60	688.12	1137.24	1604.76	1776.60	2204.83
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	23.42	16.72	-23.44	22.16	119.71	107.05
投资性现金净流量	-19.15	-129.29	-205.36	-342.61	-50.00	-50.00
筹资性现金净流量	-5.67	237.45	258.01	216.53	-27.69	2.12
现金流量净额	-1.44	124.66	29.17	-103.92	42.01	59.18

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn